

Vale (VALE3): Força do minério de ferro, FCF e Re-rating

Preferimos ver o copo meio cheio; Apoiar nossa alta convicção no rating de Compra

Ficamos felizes em participar do Investor Day virtual da Vale. Embora entendamos a frustração de alguns investidores com o guidance de produção de minério de ferro mais baixa para 2021 chegando a 315-335Mt (e não ~340Mt), acreditamos que o caso de investimento está praticamente intacto e ainda vemos ângulos para um otimismo incremental. O copo meio cheio (como nos concentramos ao longo do ano passado): os preços do minério de ferro mais do que compensam algumas decepções de volumes, o retorno de caixa permanecerá alto (~100% do FCF) mesmo com uma negociação de Brumadinho, a administração continua trabalhando várias alavancas para impulsionar um re-rating das ações, os custos irão diminuir, a intensidade de capital permanece baixa e os metais básicos fornecem uma opção interessante de longo prazo. Conforme debatemos extensivamente em pesquisas recentes, estamos otimistas quanto às perspectivas para as commodities em 2021, e principalmente para o minério de ferro, que acreditamos que pode continuar subindo (US\$ 150/t em algumas semanas?). Recomendamos aos investidores que aumentem as posições na Vale antes do dividend yield de 11-12% em 2021. Nota: nossa tese de um dividend yield de 15% para 2021 estava relacionada a um market cap muito mais baixo ... a base agora é mais alta!

Minério de ferro: mercados transoceânicos com déficit em 2021; US\$ 150/t uma realidade

Não é nenhuma surpresa que os analistas geralmente sejam péssimos previsores de preços do minério de ferro. Dito isso, se você considerar o PIB chinês acima de 8%, o PIB global acima de 5% e o crescimento limitado da oferta vindo da Vale em 2021, é relativamente fácil ver que o mercado transoceânico de minério de ferro pode permanecer com pouca oferta. Com vários projetos empurrados para 2021 e um mercado imobiliário saudável na China, acreditamos que a CSP (Produção de aço chinês) pode crescer mais 2-4% a/a (com uma base enorme; 1Bt +). Este efeito, juntamente com a crescente demanda do Japão / Coréia do Sul / Europa, continuará colocando uma pressão muito alta na relação de oferta e demanda e nos preços do minério de ferro. Dada a resposta lenta da oferta, estamos cada vez mais otimistas com o minério de ferro e acreditamos que um cenário de aumento de preços acima de US\$ 100/t é altamente provável. No curto prazo, considerando os efeitos do La Niña, não ficaríamos surpresos em ver os preços do minério de ferro rondando US\$ 150/t ou mais.

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Vale (VALE3)

| | |
|------------------|--------------|
| Data | 03/12/2020 |
| Ticker | VALE3 |
| Rating | Compra |
| Preço Alvo (R\$) | 90,0 |
| Preço (R\$) | 79,8 |
| Listagem | Novo Mercado |

Dados Gerais:

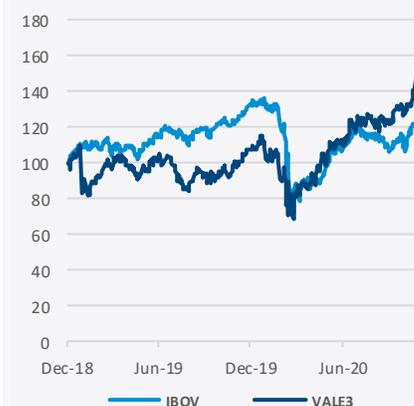
| | |
|-------------------------|------------|
| Market Cap. (R\$ mn) | 409.572,10 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 1607,42 |

Valuation:

| | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|
| P/L | 8,0x | 5,4x |
| EV/EBITDA | 4,2x | 4,0x |

Stock Performance:

| | |
|--------------|-------|
| Dezembro (%) | 2,4% |
| LTM (%) | 66,3% |



| Valuation | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) % | 19,9 | 2,6 | 37,5 | 43,5 | 34,8 |
| EV/EBITDA | 5,3 | 4,3 | 4,2 | 4,0 | 4,4 |
| P/L | 9,5 | -41,4 | 8,0 | 5,4 | 6,8 |
| Dividend Yield % | 4,9 | 0,0 | 4,0 | 10,6 | 9,6 |

| Resumo Financeiro (US\$ milhões) | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|----------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Receita | 36.575 | 37.570 | 37.660 | 40.482 | 40.341 |
| EBITDA | 15.694 | 18.133 | 20.424 | 21.626 | 20.120 |
| Lucro Líquido | 7.347 | -1.683 | 10.271 | 15.222 | 12.104 |
| LPA (R\$) | 1,39 | -0,32 | 1,94 | 2,88 | 2,29 |
| DPA Líquido (R\$) | 0,65 | 0,00 | 0,63 | 1,66 | 1,49 |
| Dívida Líquida/Caixa | -14.031 | -8.787 | -2.885 | -3.127 | -5.080 |

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 79,84, em 01 de Dezembro de 2020.

Redução do risco: estamos potencialmente superestimando as saídas de Brumadinho

A redução do risco da história da ação da Vale invariavelmente passa pela eliminação das pendências de Brumadinho. Acreditamos que é do interesse das autoridades de MG e da Vale fechar um negócio o mais rápido possível, mas a Vale continua firme que um negócio deve ser “justo, transparente e fornecer segurança jurídica no futuro”. A Vale não se contenta com valores abusivos, e nosso entendimento é que um teto para as saídas pendentes de Brumadinho é de cerca de R\$ 30 bilhões (~ US\$ 5,5 - 6 bilhões), e que o acordo adicional com o governo pode chegar a R\$ 8 bilhões (US\$ 1,5 bilhão = provisões adicionais). Portanto, isso implica que nossas estimativas de mais de US\$ 8 bilhões em saídas para Brumadinho podem ser muito conservadoras, e acreditamos que os resultados poderiam ser melhores do que o que modelamos. Também elogiamos os esforços da administração para remodelar o foco ESG da Vale, que é um trabalho em andamento e será gradualmente apreciada por todas as partes interessadas.

Remodelagem: Foco no minério de ferro e metais básicos e redução da “drenagem” de caixa

Remodelar a empresa é focar no negócio principal da Vale e aproveitar as oportunidades de crescimento, enquanto “conserta” o fluxo de caixa. Em nosso entendimento, resume como a Vale será nos próximos anos - principalmente uma empresa de minério de ferro, com tempero de metais básicos e opcionalidades. Durante o evento, a administração destacou várias oportunidades de crescimento no segmento de minério de ferro / cobre / níquel. Em minério de ferro, projetos como Sistema Norte 240Mtpa (+ 10Mtpa), Serra Sul 120 (+ 20Mtpa) e Capanema (+ 14Mtpa) devem ajudar a empresa a atingir 450Mtpa de capacidade teórica e aumentar a flexibilidade (valor sobre o mantra de volume é mantido, com a empresa que visa 400Mtpa de produção se houver demanda!). Em metais básicos, Carajás é vista como uma plataforma de crescimento para o cobre (atingindo ~500ktpa de capacidade em 2025), enquanto o níquel deve se tornar mais lucrativo nos próximos anos (geração de caixa deve melhorar de US\$ 0,2 bilhão para US\$ 1,1 bilhão até 2025). As saídas da VNC (Vale Nouvelle-Calédonie) e carvão também são uma parte relevante da reformulação da Vale e devem ajudar a melhorar o perfil do fluxo de caixa à frente (reduzindo um “dreno” de caixa de ~US\$ 1 bilhão).

Re-rating: ESG como foco para uma reclassificação de longo prazo

A Vale vê seu re-rating impulsionado, principalmente, por fatores ESG, como segurança nas operações, mineração de baixo carbono + foco ambiental, criação e compartilhamento de valores, entre outros. Em relação à segurança, o sistema de gestão de barragens de rejeitos da Vale deve seguir as melhores práticas dos padrões internacionais (GISTM) até 2021. A descaracterização de todas as barragens a montante (29 estruturas) está prevista para ser concluída até 2029 (5 ao final do ano), embora todas as barragens de backup para as operações mais críticas devam ser concluídas até 2021. Do lado ambiental, a Vale está comprometida em reduzir as emissões de GEE em 33% e ser neutra em carbono até 2050 (em linha

com o acordo de Paris). 100% do consumo global de eletricidade da Vale deve ser de energia limpa até 2030 (atualmente em 80%). O projeto Sol do Cerrado anunciado hoje representará 13% do consumo de energia da Vale (US\$ 500 milhões de CAPEX, para uma redução de custo de US\$ 70 milhões ao ano). Em suma, vemos uma história ESG muito mais convincente na Vale daqui para frente.

Reiteramos a Compra; Revisando nosso modelo; Preço-alvo mantido em R\$ 90; Muito subvalorizada

Aproveitamos a oportunidade para revisar nosso modelo com os novos guidances fornecidos e a marcação a mercado dos preços de minério de ferro em ~ US\$ 120/t no 4T20. Embora as ações da Vale estejam inegavelmente baratas sob qualquer métrica, acreditamos que a redução do risco da história da ação será um processo gradual baseado em três pilares: (i) retornos de caixa (eles estão aqui!); (ii) uma forte recuperação dos volumes e redução dos custos futuros; e (iii) uma percepção ESG que melhora marginalmente (longo prazo). Vemos as ações negociando em ~ 4x o EBITDA 2021 (gap relevante para pares / desconto de ~30-35%) e reiteramos nossa Compra na Vale, pois ainda vemos um potencial de valorização, mesmo punindo as ações por vários ângulos.

Tabela 1: EBITDA 2021

| | | Preço Minério de Ferro – US\$/t | | | | | | |
|-----------|-----|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 |
| USD / BRL | 4.0 | 16,277 | 17,715 | 19,153 | 20,591 | 22,030 | 23,468 | 24,906 |
| | 4.2 | 16,461 | 17,899 | 19,337 | 20,775 | 22,213 | 23,652 | 25,090 |
| | 4.4 | 16,645 | 18,083 | 19,521 | 20,959 | 22,397 | 23,836 | 25,274 |
| | 4.6 | 16,829 | 18,267 | 19,705 | 21,143 | 22,581 | 24,019 | 25,458 |
| | 4.8 | 17,013 | 18,451 | 19,889 | 21,327 | 22,765 | 24,203 | 25,641 |
| | 5.0 | 17,197 | 18,635 | 20,073 | 21,511 | 22,949 | 24,387 | 25,825 |
| | 5.2 | 17,380 | 18,819 | 20,257 | 21,695 | 23,133 | 24,571 | 26,009 |
| | 5.4 | 17,564 | 19,003 | 20,441 | 21,879 | 23,317 | 24,755 | 26,193 |
| | 5.6 | 17,748 | 19,186 | 20,625 | 22,063 | 23,501 | 24,939 | 26,377 |
| | 5.8 | 17,932 | 19,370 | 20,808 | 22,247 | 23,685 | 25,123 | 26,561 |
| | 6.0 | 18,116 | 19,554 | 20,992 | 22,430 | 23,869 | 25,307 | 26,745 |

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: EV / EBITDA 2021

| | | Preço Minério de Ferro – US\$/t | | | | | | |
|-----------|-----|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 |
| USD / BRL | 4.0 | 5.6x | 5.1x | 4.7x | 4.3x | 4.0x | 3.7x | 3.5x |
| | 4.2 | 5.5x | 5.0x | 4.6x | 4.3x | 4.0x | 3.7x | 3.5x |
| | 4.4 | 5.4x | 5.0x | 4.6x | 4.2x | 3.9x | 3.7x | 3.4x |
| | 4.6 | 5.4x | 4.9x | 4.5x | 4.2x | 3.9x | 3.6x | 3.4x |
| | 4.8 | 5.3x | 4.9x | 4.5x | 4.1x | 3.9x | 3.6x | 3.4x |
| | 5.0 | 5.2x | 4.8x | 4.4x | 4.1x | 3.8x | 3.6x | 3.3x |
| | 5.2 | 5.2x | 4.7x | 4.4x | 4.1x | 3.8x | 3.5x | 3.3x |
| | 5.4 | 5.1x | 4.7x | 4.3x | 4.0x | 3.7x | 3.5x | 3.3x |
| | 5.6 | 5.0x | 4.6x | 4.3x | 4.0x | 3.7x | 3.5x | 3.3x |
| | 5.8 | 5.0x | 4.6x | 4.2x | 3.9x | 3.7x | 3.4x | 3.2x |
| | 6.0 | 4.9x | 4.5x | 4.2x | 3.9x | 3.6x | 3.4x | 3.2x |

Fonte: BTG Pactual. Nota: Ajustado para saídas futuras relacionadas ao Brumadinho e outros

Tabela 3: FCF yield 2021

| | | Preço Minério de Ferro – US\$/t | | | | | | |
|-----------|-----|---------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 |
| USD / BRL | 4.0 | 9% | 10% | 12% | 13% | 14% | 15% | 17% |
| | 4.2 | 9% | 11% | 12% | 13% | 14% | 16% | 17% |
| | 4.4 | 10% | 11% | 12% | 13% | 15% | 16% | 17% |
| | 4.6 | 10% | 11% | 12% | 14% | 15% | 16% | 17% |
| | 4.8 | 10% | 12% | 13% | 14% | 15% | 17% | 18% |
| | 5.0 | 11% | 12% | 13% | 14% | 16% | 17% | 18% |
| | 5.2 | 11% | 12% | 13% | 15% | 16% | 17% | 18% |
| | 5.4 | 11% | 12% | 14% | 15% | 16% | 17% | 19% |
| | 5.6 | 11% | 13% | 14% | 15% | 16% | 18% | 19% |
| | 5.8 | 12% | 13% | 14% | 15% | 17% | 18% | 19% |
| | 6.0 | 12% | 13% | 14% | 16% | 17% | 18% | 19% |

Fonte: BTG Pactual | Nota: Exclui saídas relacionadas a Brumadinho

Tabela 4: Dívida Líquida / EBITDA 2021

| | | Preço Minério de Ferro – US\$/t | | | | | | |
|-----------|-----|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | | 85 | 90 | 95 | 100 | 105 | 110 | 115 |
| USD / BRL | 4.0 | 0.4x | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x |
| | 4.2 | 0.3x | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x |
| | 4.4 | 0.3x | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x |
| | 4.6 | 0.3x | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x |
| | 4.8 | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x |
| | 5.0 | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.1x |
| | 5.2 | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.0x |
| | 5.4 | 0.3x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.0x |
| | 5.6 | 0.2x | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.0x |
| | 5.8 | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.0x |
| | 6.0 | 0.2x | 0.2x | 0.1x | 0.1x | 0.1x | 0.0x | 0.0x |

Fonte: BTG Pactual.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTGPactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de decisão do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx